



## El enfriamiento de la economía china en 2004

*Pablo Bustelo \**

**Tema:** Tras crecer un impresionante 9,1% en 2003, la economía china ha registrado un crecimiento interanual del 9,7% en el primer trimestre de 2004. Además, la inversión en activos fijos, que aumentó el 27% en 2003, creció un explosivo 43% en el primer trimestre de 2004. Tales datos han acentuado la preocupación sobre el ya más que probable sobrecalentamiento económico de China, al que podría suceder un rápido enfriamiento. Si el “aterrizaje” es abrupto, la desaceleración del crecimiento podría tener efectos negativos importantes en otras economías asiáticas y, por extensión, en la economía mundial.

**Resumen:** Este análisis enumera las causas y las consecuencias de la “burbuja” inversora que está registrando la economía china y sugiere que las medidas de enfriamiento adoptadas hasta la fecha por las autoridades pueden resultar insuficientes para controlar el aumento explosivo de los préstamos bancarios y de la inversión. En tal caso, podrían tomarse medidas más radicales, que desembocarían en una apreciable desaceleración del crecimiento. En el peor de los casos, la “burbuja” podría incluso estallar. Si se registra en efecto durante 2004 un sustancial enfriamiento de China, los efectos negativos sobre otras economías asiáticas (y singularmente sobre Japón, que podría ver quebrada su incipiente recuperación) serían importantes. Además, como el auge de China ha supuesto la cuarta parte del crecimiento económico mundial en los últimos años, las consecuencias sobre el resto de la economía mundial podrían ser igualmente significativas.

**Palabras-clave:** China, economía, sobrecalentamiento, enfriamiento, 2003, 2004.

**Descriptor:** economía mundial, coyuntura, PIB, inversión, exportaciones, préstamos bancarios.

**Análisis:** La muy elevada tasa de crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre de 2004 (9,7%), tras el 9,9% registrado en el cuarto trimestre de 2003 y el 9,1% del conjunto del ejercicio pasado, parece indicar que los esfuerzos desplegados por las autoridades desde mediados de 2003 para enfriar la economía no están surtiendo los efectos esperados. La razón principal es que China está inmersa en una seria “burbuja” inversora, que ha hecho que el crecimiento del PIB haya superado el 9% en los últimos tres trimestres. Parecen necesarias, por tanto, medidas más radicales. Además, la “burbuja” podría estallar. Ambos escenarios podrían conducir a un “aterrizaje” abrupto, lo que tendría importantes implicaciones internacionales.

---

\* *Pablo Bustelo*

*Investigador principal (Asia-Pacífico) del Real Instituto Elcano y Profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid*

### *Causas y consecuencias de la “burbuja” inversora*

Pueden señalarse tres causas principales del fuerte aumento de la inversión, que ha llevado a la tasa de inversión a niveles extraordinariamente elevados, cercanos probablemente ya al 45% del PIB.

En primer lugar, hay que destacar la “burbuja” inmobiliaria en las zonas costeras y muy especialmente en Shanghai y Pekín. Iniciada al principio por inversores de Hong Kong y Taiwan, se ha visto impulsada por intereses especulativos locales. En 2003 las ventas de propiedad inmobiliaria supusieron nada menos que el 25% del PIB en Pekín y el 20% del PIB en Shanghai. Tal burbuja no sólo ha resultado autosostenida sino que ha provocado un aumento de los precios locales y globales de las materias primas empleadas en el sector de la construcción y un auge de la inversión en las actividades relacionadas con tales materias primas. En 2003 China fue responsable del 40% del consumo mundial de cemento, del 31% del de carbón, del 30% del de hierro, del 27% del de acero, del 25% del de aluminio y del 7% del de petróleo.

En segundo término, también ha contribuido el fuerte aumento de la inversión destinada a financiar unas exportaciones cebadas por una moneda, el yuan, que tiene, como es sabido, un tipo de cambio fijo respecto de un dólar en declive. En 2003 las exportaciones chinas crecieron un impresionante 35%, hasta 438.400 millones de dólares, y llevaron la cuota del país en las exportaciones mundiales al 5,9%.

En tercer lugar, el aumento de la entrada de capital extranjero, atraído por el diferencial de tipos de interés con EEUU y por las expectativas de apreciación del yuan, ha obligado a las autoridades chinas a vender masivamente yuanes, con objeto de contener las presiones alcistas sobre la moneda. Tal cosa es necesaria porque China mantiene un tipo de cambio fijo con el dólar. El aumento consiguiente de las reservas en divisas, que alcanzaron 440.000 millones de dólares en marzo, se ha manifestado, al no haberse esterilizado por completo con emisión de deuda pública, en un aumento de la base monetaria y en el consiguiente incremento de liquidez y de préstamos bancarios.

Así las cosas, la inversión llegó a suponer el 43% del PIB en 2003, según las estimaciones de Stephen Roach, economista principal de Morgan Stanley. Tal magnitud es claramente insostenible, entre otras razones porque, de ser cierta, sería mucho mayor que la registrada en 1994 (36%), año a partir del cual la economía china entró en una fase de rápida desaceleración. Entre 1994 y 1996 la tasa de crecimiento del PIB se redujo en tres puntos, del 12,6% al 9,6%. El aumento de la tasa de inversión hasta el nivel que prevalece en la actualidad puede ser indicativo de una cada vez menor eficiencia de la formación de capital. Conviene recordar que el aumento desmesurado de la tasa de inversión fue una de las causas de las crisis financieras sufridas en 1997-98 por otros países asiáticos, como Tailandia, Indonesia y Corea del Sur. Además, la alta inversión puede conducir a excesos generalizados de capacidad, provocando una caída de precios y la quiebra de las empresas incapaces de mantenerse competitivas. Tal cosa tendría efectos devastadores sobre el sistema bancario.

A diferencia de 1994, el sobrecalentamiento no se está manifestando, al menos por el momento, en un fuerte aumento de la inflación (el índice de precios al consumo creció el 1,2% en 2003 y el 2,8% en el primer trimestre del año en curso, frente al 24% registrado en 1994). Aunque el índice de precios al consumo muestra una tendencia al alza, impulsado por la escasez de materias primas y por el crecimiento de la inversión, la fuerte competencia entre los fabricantes de manufacturas hace que no presente, hasta ahora, una tendencia general preocupante, aunque no cabe descartar que se acelere notablemente en los próximos meses.

Por el contrario, las manifestaciones principales del sobrecalentamiento actual han sido un aumento explosivo de los préstamos bancarios a sectores ineficientes, que hace temer un próximo incremento de la proporción de préstamos fallidos o de dudoso cobro, y un empeoramiento de la balanza comercial y por cuenta corriente.

El sector bancario está transformando el aumento de liquidez derivado de la fuerte entrada de capital extranjero en un *boom* de crédito. Los préstamos bancarios han aumentado el 21% en el primer trimestre de 2004, tras crecer el 20% en el último trimestre de 2003. Se estima que la proporción actual de préstamos de dudoso cobro podría ascender al 40% o 50% de los préstamos totales del sistema bancario, porcentaje que podría aumentar si crecen las quiebras empresariales o se produce un descenso de precios en el sector inmobiliario. Un empeoramiento repentino de la ya mala salud de los bancos tendría graves implicaciones, como el recorte brusco de los préstamos, el aumento de las quiebras empresariales y la necesidad de rescate gubernamental de los bancos, lo que a su vez tendría serias repercusiones presupuestarias.

Las exportaciones crecieron en el primer trimestre el 34%, casi la misma tasa que la registrada en 2003 (35%), pero las importaciones aumentaron el 42%, llevando a la aparición de un apreciable déficit comercial (de 8.200 millones de dólares). La balanza comercial había presentado superávit en 2003 (25.500 millones de dólares) y también en el cuarto trimestre del año (16.300 millones). El cambio de signo del saldo comercial es una razón adicional para frenar la inversión.

#### *Las medidas de enfriamiento*

Hasta la fecha, las autoridades chinas, conscientes de que “el nivel de la inversión en activos fijos es demasiado alto y [de que] su crecimiento es demasiado rápido”, en palabras de Zheng Jingping, portavoz de la Oficina Nacional de Estadísticas, han tomado cuatro tipos de medidas:

- (1) Control directo de los préstamos bancarios a sectores con exceso de capacidad: acero, cemento, fabricación de automóviles, construcción y aluminio.
- (2) Aumento del coeficiente de reserva de los bancos comerciales (esto es, de los depósitos que deben mantener en el banco central), que se ha producido en tres ocasiones en los últimos ocho meses.
- (3) Incremento, en marzo, del tipo de redescuento del banco central, es decir, del tipo de interés que aplica la autoridad monetaria en el mercado interbancario.
- (4) Reducción de las emisiones de bonos especiales para financiar obras públicas.

Muchos analistas consideran que tales medidas son insuficientes para frenar apreciablemente el aumento de los créditos bancarios y prevén un incremento de los tipos de interés aplicados por los bancos. Sin embargo, salvo que fuera muy importante, el eventual incremento de los tipos de interés podría ser inútil ante tal exceso de inversión. Además, supondría una entrada todavía mayor de capital extranjero, lo que realimentaría el aumento de liquidez.

Algunos especialistas reclaman un reajuste al alza de la paridad del yuan, lo que permitiría frenar el crecimiento de las exportaciones y del PIB y haría posible que el banco central pudiese controlar la política monetaria, al no tener ya que inyectar necesaria y masivamente yuanes en la economía para evitar la apreciación de la moneda. Como es sabido, ésa es además una demanda hecha desde hace tiempo por EEUU, cada vez más preocupado por el alto déficit bilateral que presentan sus intercambios con China. No obstante, tal medida es poco probable, porque afectaría muy negativamente al sector exportador y al sistema bancario. Además, el empeoramiento reciente de la balanza comercial es otro factor contrario a esa medida.

En tales condiciones, lo que parece probable es que las autoridades empiecen por aplicar de manera más estricta los controles de capital existentes (que son soslayados en buena medida), para frenar en la medida de lo posible las entradas de fondos extranjeros. Sólo una vez que ese freno haya tenido resultados, podrían aumentar, de manera importante, los tipos de interés. Si la política monetaria se hace mucho más restrictiva, podría frenar apreciablemente el crecimiento.

Lo que sí cabe esperar en meses próximos es que el banco central vuelva a aumentar los coeficientes de reserva de los bancos comerciales y que incremente los controles directos a la inversión a sectores con exceso de capacidad. Es muy posible igualmente que el gobierno central intente frenar la fiebre inversora de los gobiernos locales: durante enero y febrero de 2004 la inversión del gobierno central aumentó el 12% pero la de los gobiernos locales creció el 65%.

Además, hay que tener en cuenta que la exportación, otro de los motores del crecimiento chino de 2003, además de la inversión, puede crecer sustancialmente menos este año. Las razones son diversas: menores exenciones del IVA aplicado a los exportadores desde el 1 de enero de 2004, menor crecimiento de Japón, posible desaceleración de la economía estadounidense desde el segundo semestre y menor apreciación del euro, entre otras.

Por añadidura, no cabe descartar una eventual explosión repentina de la “burbuja” inversora. El economista para Asia de Morgan Stanley, Andy Xie, pone sobre la mesa tres posibles desencadenantes de esa explosión de la “burbuja”: (1) una fuerte caída de las entradas de capital extranjero, una vez que los inversores tomen conciencia del deterioro del saldo corriente y de la improbabilidad, en ese contexto, de una apreciación del yuan; (2) una escasez generalizada de energía eléctrica (que ya se está produciendo en algunas provincias); y (3) una caída pronunciada y repentina de los precios del suelo, provocada por la menor demanda de los especuladores.

Por tanto, aunque las autoridades chinas parecen confiar en que la adopción de medidas graduales (aumento de los coeficientes de reserva, control directo de los préstamos a algunos sectores) acabará rindiendo frutos, es muy posible que tengan que recurrir, a la postre, a medidas más radicales, como un aumento de los tipos de interés. Si esa política monetaria más restrictiva se suma al previsible peor comportamiento del sector exportador, el resultado puede ser un notable enfriamiento de la economía. De hecho, el gobierno chino considera que el ritmo de crecimiento de 2003 es insostenible y prevé una tasa del 7% en 2004.

#### *Posibles efectos de la desaceleración*

La creciente importancia de la economía china en la economía mundial hace que el comportamiento de la primera tenga ya consecuencias notables para la segunda. La razón principal es que China ya supone el 4% del producto bruto mundial, medido a tipos de cambio corrientes, esto es, el doble que hace diez años. Esa cifra se eleva al 13%, si se mide el producto en paridad de poder adquisitivo (en tal caso, la parte de EEUU es de 21% y la de la UE asciende al 16%).

Además, nada menos que una cuarta parte del crecimiento económico mundial en los últimos seis años se ha debido a China, frente al 20% atribuible a EEUU y al 14% de la UE.

Por añadidura, China se ha convertido en un factor importante de la aparente recuperación japonesa. En 2003 las exportaciones japonesas a China aumentaron el 33%, mientras que las dirigidas a la UE crecieron el 9% y las orientadas a EEUU cayeron

el 10%. La recuperación japonesa (dirigida hasta ahora por las exportaciones) podría verse frenada en seco como consecuencia del enfriamiento de China, a la vista sobre todo de que Japón sigue enfrentándose a dos graves problemas: la apreciación del yen y la persistencia de la deflación.

Por si esto fuese poco, las restantes economías de Asia oriental también han aumentado en los últimos años su dependencia con respecto a China, que absorbe una parte creciente de sus exportaciones. Los países emergentes de Asia fueron responsables del 18% del crecimiento económico mundial en 1995-2002, cifra mayor que la correspondiente a la UE (14%).

**Conclusiones:** Según un análisis de Morgan Stanley publicado el pasado 12 de abril y firmado por Stephen Roach, “están aumentando las probabilidades de una desaceleración abrupta en la economía china”.

Las razones son que las medidas de enfriamiento adoptadas desde mediados del año pasado parecen no estar surtiendo el efecto esperado, por lo que cabe anticipar medidas adicionales (incluido un eventual incremento de los tipos de interés), y que no cabe descartar una explosión de la “burbuja” inversora, especialmente en el sector inmobiliario.

Si el enfriamiento adopta la forma de un “aterrizaje” abrupto, el crecimiento del PIB chino podría no alcanzar siquiera el 7% previsto por el gobierno (lo que supondría ya una caída de más de dos puntos respecto de la tasa registrada en 2003). En tal caso, los efectos sobre la economía mundial podrían ser significativos: quiebra definitiva de la incipiente recuperación de Japón, menor expansión en el resto de Asia oriental y, por extensión, reducción importante de las previsiones de crecimiento en EEUU y la UE.

Durante los últimos años, China ha ejercido de locomotora de la economía mundial. Si el crecimiento del gigante asiático se frena de manera significativa, la recuperación en Occidente podría verse muy afectada.

*Pablo Bustelo*

*Investigador principal (Asia-Pacífico) del Real Instituto Elcano y Profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid*